



东兴证券
DONGXING SECURITIES

特货运价逆市稳增 市场份额有望继续做大

——中远航运（600428）调研快报

2012 年 2 月 23 日

推荐/首次

中远航运

调研快报

王明德 执业证书编号：S1480511100001

联系人：苏魁 电话：010-66554014

msn: sk_on_line@hotmail.com

事件：

近日我们对中远航运进行了走访，就公司未来发展战略、公司船队结构、主要船型的运营情况以及市场格局等问题进行了交流沟通。

观点：

1. 服务新兴市场是公司发展的立足点和战略重心

公司的核心发展战略是服务新兴国家，尤其重点在于服务其基础设施建设领域。从新兴国家需求上来说，这些国家普遍面对的问题是基础设施薄弱；从供给上说，中国具有加强的基建能力和工程机械制造能力。而中国对外提供基建服务，大型工程机械运输无疑是重要的后勤支持。从中国的基建能力优势和新兴国家基础设施欠缺的现状看，该项业务具有长期持续的可发展空间。此外，新兴国家尤其是非洲国家资金紧缺，但是有矿石等资源优势，可以通过大宗商品出口偿还基建资金，同样需要运输服务。公司即可在该条航线上实现双向货量平衡，提高盈利能力。

2. 特货运价逆市保持增长

2011 年，公司的特种货物运输单价较去年同期有大约两美元的增长，主要原因在于特种货物运输市场中，运力相对不足，没有集运市场和干散货市场大范围运力过剩的情况出现。此外，竞争格局方面，从事特种货物运输的企业相对较少，以国内为例，中远航运控制的特种船占比约 80%，市场势力明显。国外的竞争对手船队主要分布在不同的航线，正面竞争不多，而客户又较为分散，难以形成整体客户群的议价能力，市场上船东优势地位较为明显。公司在 2011 年是少数利润与经营现金流均为正值的航运公司，我们判断这种较为优势的市场地位在 2012 年仍将延续。

3. 渠道建设是公司下阶段工作的重点

公司认为，特运企业竞争力的核心之一在于其揽货能力。公司在 1 月份分别成立了欧洲分公司和美洲分公司，在自己相对较为薄弱的营销环节增加网点。此前在国外主要依靠外部市场，以后要加强自建网点，这是公司下一阶段的策略。在专注中国市场的基础上，公司同样重视同在东北亚的日韩市场的发展。公司近几年在日韩占有率同比增长 100%以上。公司认为，比起运输的硬实力，营销和服务的软实力同样重要，船可以租借，而客户则是更重要的核心资源。

4. 船队结构不断优化

公司在 07、08 年杂货船占比达到 70%，平均船龄达到 21 年，而截至目前，公司特种船占比提升至约 70%，而平均船龄下降到 13 年，且单船平均吨位提升约 1.5 倍，更加适应了现在特货市场的竞争，未来两年，公

司将有 16 条船交付，吨位均在 2.7 万吨以上。

5. 市场低迷正是造船的好时机

公司认为，在市场景气度达到顶峰时造船是不明智的行为，相反，在如今市场运价持续走低，部分造船企业濒临破产恰恰是造船的好时机。公司拟利用较为充裕的现金流进行一定程度的运力扩张，初步测算，比起 08 年船价高峰时期，当前造船成本可节约 30%。

6. 公司力争打造全球综合实力最强的特运船队

公司力争打造全球综合实力最强的特运船队，具体内容包括以下四方面：综合成本最低，包括造船成本、运营成本、资金成本、管理成本等，这需要公司合理的进行资源配置，同时不断提升自身管理能力；装卸方式全覆盖，包括建造超大、超重、超长的特种船，配以各类设备和软技能完成特殊货物的装卸；航线覆盖最广，目前公司有六条主要航线，基本覆盖了全球主要国家和地区，未来应继续建设网络；服务最优质，从服务内容到服务细节，争取为客户考虑到每一个细节。

7. 成本上升是 2011 年公司面对最大的问题

公司在 2011 年单价上升、收入上升的情况下利润却有一定程度下降主要原因在于公司成本上升明显。人力成本有一定的上升；国际油价上升增加了公司的运营成本；此外，国际航线海盗猖獗，安全投入成本也很大。以上压力在 2012 年仍可能存在，公司需要通过提升揽货能力和运营能力以应对成本上升。

风险提示

船队远洋运输的安全可能影响公司经营；油价如果持续上升会给公司造成较大的成本压力。

结论：

综合考虑公司业务收入情况和成本情况，预计 11-13 年收入分别为 52.0 亿元、59.8 亿元和 74.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.11 元、0.11 元和 0.20 元，对应 PE 分别为 44 倍、44 倍和 24 倍。当前公司 PB 仅为 1.21 倍，公司特货运输业务具有加强的市场地位，且经营情况在行业内最优。我们给予公司 1.3 倍 PB 估值，对应目标价 5.10 元。首次给予公司“推荐”的投资评级。

表 1：中远航运 2011-2013 年盈利预测（万元）

万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	440,678	520,000	598,000	747,500
(+/-)%	12.95%	18.00%	15.00%	25.00%
经营利润（EBIT）	40,842	22,360	23,920	44,850
(+/-)%	297.03%	-45.25%	6.98%	87.50%
净利润	33,653	18,200	17,940	33,637
(+/-)%	177.75%	-45.92%	-1.43%	87.50%
每股净收益（元）	0.26	0.11	0.11	0.20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

苏魁

同济大学工学硕士，清华大学工商管理硕士，3年公路设计院工作经验，2011年加盟东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。